

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

刘景德 执业编号: S1500209060085

+86 10 63081289

liujingde@cindasc.com

陈嘉禾 执业编号: S1500210030014

+86 10 63081251

chenjiahe@cindasc.com

相关报告

2010 年 1 月: 大盘股的相对性机会

2010 年 2 月: 只剩时间问题的风格
转换与确定性的趋势投资

2010 年 3 月: 从全球视角看中期板
块配置

2010 年 2 季: 策略三驾马车之风格
转换、动量和通胀

2010 年 5 月: 房价跌物价涨, 蓝筹
行情等趋势

3 月 18 日: 2010=震荡市吗?

4 月 28 日: 新趋势的开始, 旧趋势
的终结?

5 月 12 日: 预料中的和我们预料之
外的

5 月 13 日: 索罗斯的智慧

5 月 18 日: The Final Problem

5 月 24 日: 从 26 年通胀中看到的

5 月 27 日: 投资社会进化论

请务必阅读最后一页重要的
免责声明

投资社会进化论

策略月报 2010 年 6 月

2010 年 6 月 1 日

摘要

投资社会进化论

- 基于理论假设, 以及对 A 股过去 20 年、美股过去 84 年走势的动量分析, 我们得到以下两条结论, 称之为**投资社会进化论**:
 - 投资社会存在相对低级和高级之分。低级投资社会内在特征为结构简单, 外在表现为趋势性较强; 高级投资社会内在特征为结构复杂, 外在表现为趋势性较弱。
 - 低级投资社会和高级投资社会的主体并无属性上的区别, 而高级投资社会是由低级投资社会进化而来。同一历史时期不同的投资社会有高级和低级之分, 但处于不同历史时期、但在相似发展状态下的相似级别的投资社会, 其内在特征和外在表现有类似之处。
- 从投资社会进化论的角度来看, A 股投资社会目前仍处于较低级水平, 趋势性也较高级投资社会为强。从未来看, A 股终有一天会进化到现在高级投资社会的水平, 其趋势性也将逐步减弱。但是, 在其进化到更高的形态之前, 在商言商, 采用趋势交易以期获利, 不也是明智的选择吗?

小盘股的风险和索罗斯的智慧

- 索罗斯的盛衰理论详尽的描述了泡沫从产生到消亡的内在动力和外部显现。泡沫在正反馈的刺激下壮大, 在负反馈的阻击下消亡。
- 我们认为, 当前的小盘股相对大盘股相对大幅溢价的情况, 正是索罗斯所描述的泡沫的一种。而始自 4 月下旬的这一轮下跌, 很可能就是这个泡沫自这一轮诞生以来遭遇的最强一次负反馈。
- 因此, 对于大部分股价已经严重脱离基本面的小盘股, 我们建议尽量避免参与。

六月市场展望

- 展望 6 月, 我们认为, 综合政策面、资金面和宏观经济等各方面因素考虑, 预计 A 股市场总体将呈现弱势箱体震荡格局, 上证综指运行区间将在 2400 点至 2800 点之间。
- 此外, 国家刺激政策惠及的板块可能蕴含一些投资机会, 其中比较主要的有农业、新能源、软件开发、节能环保等。

目录

1. 投资社会进化论	3
2. 小盘股的风险和索罗斯的智慧	6
3. 六月市场展望	9
4. 题外话：从 26 年通胀中看到的	10

图表

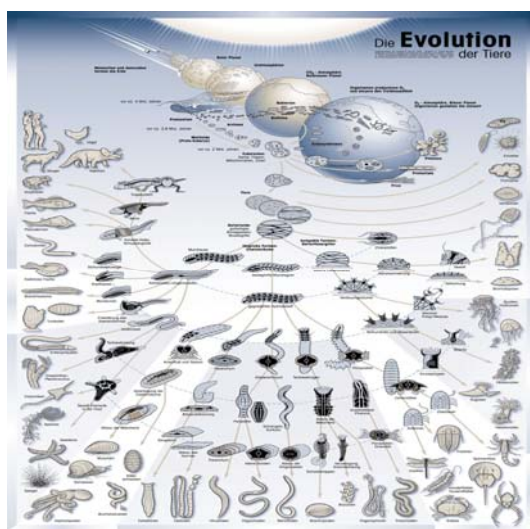
图表 1：生物学进化论图示	3
图表 2：盘中波动图示：A 股典型图形	4
图表 3：盘中波动图示：国际成熟市场典型图形	4
图表 4：动量交易策略在美股理论回报和指数对比（1927 - 2010）	4
图表 5：动量交易策略在美股理论超额回报（1927 - 2010）	4
图表 6：动量交易策略在 A 股理论回报和指数对比（1991 - 2010）	5
图表 7：动量交易策略在 A 股理论超额回报（1991 - 2010）	5
图表 8：动量交易策略在台股理论回报和指数对比（1974 - 2010）	5
图表 9：动量交易策略在台股理论超额回报（1974 - 2010）	5
图表 10：盛衰理论图示	7
图表 11：盛衰理论在中小板综指上的应用	8
图表 12：4 月 27 日以来大小盘指数风格变化	9

1. 投资社会进化论

道生一，一生二，二生三，三生万物。-《道德经》

进化论理论指出，在地球数十亿年的漫长历程中，生物从无到有、从简单到复杂，不断进化（至少现在的科学界是这么认为）。从早期的单细胞生物、多细胞生物，到无脊椎动物、脊椎动物、两栖类动物、爬行动物、哺乳动物等等，生命的形式不断复杂化，其适应性、感知敏锐度、反应速度不断提高。

图表 1：生物学进化论图示



资料来源：信达证券，The Reality Check

其实，这种进化并非仅出现在生命形式中。在生物社会的复杂程度、工业机械的发展、星球矿物质的复杂程度等等方面，都可以看到类似的现象。即，随着时间的推移，个体、群体或系统趋向于变的更加复杂、多样化，也更加不可预测。很明显，推测一群草履虫聚集在一起会发生什么，比推测一群蜜蜂在一起会发生什么要容易的多。

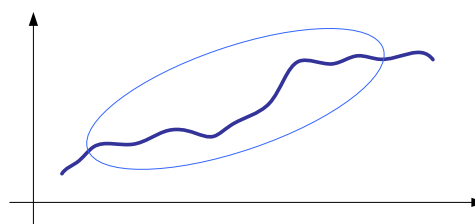
我们认为，作为一个整体，就整个投资社会（亦即广义上、国家或地域范围上的投资群体）来说，这种进化的现象也同样存在。

在初级投资社会中，信息传输的速度、投资者对信息的判断准确度、投资者对其他投资者盲从的趋势，都较高级投资社会为劣。典型表现为：信息传输慢、投资者对信息判断不准确、从众心理强，等等。而其最明显的外在体现，就是趋势性强、理性分析较弱。

在高级投资社会中，由于信息传递速度更快、投资者更为专业、套利工具更多、股份发行与回购通道更顺畅等一系列原因，市场的反应敏锐度大大高于初级投资社会，其趋势性、从众性等外在特征也较初级投资社会为不明显。

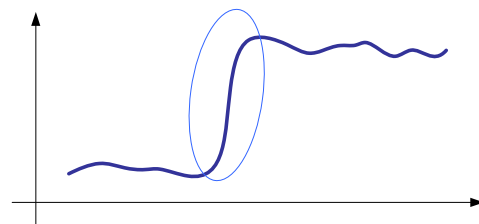
以上初级投资社会和高级投资社会的区别，从一个典型的例子中可以看出。同时熟悉A股和外盘、外汇抑或国际商品期货的投资者会知道，成熟市场对信息的反应非常迅速。在受到突发信息影响的时候，常常在盘中一分钟的时间内，即可完成一两个百分点的波动。而在A股，同样的波动或许需要数十分钟方能完成。

图表 2：盘中波动图示：A 股典型图形



资料来源：信达证券

图表 3：盘中波动图示：国际成熟市场典型图形



资料来源：信达证券

到目前为止，我们讨论的都仅是一种理论假设，要证明其真实存在，需要更详实的数据支撑。以下就是一个实证的例子，以支持以上的论点。

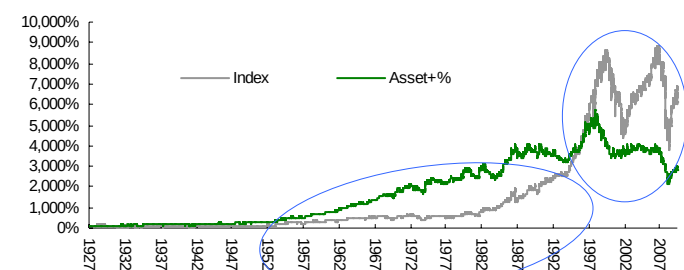
从通常观点出发可以推知，A 股投资社会相较美股投资社会，是很典型的较低级和较高级投资社会的对比。那么从理论上来说，当前 A 股趋势性就会远强于美股。

但是，美股投资社会也有不成熟的时代。在那个时代，其反应出来的是高级投资社会的特征、还是低级投资社会的特征呢？如果美股在其初期也反应的是高级投资社会的特征，则这种高级投资社会的特征可能是内生、而非由演变产生的。反之，则说明投资社会是存在进化的，其随着时间的推移，能够从低级进化到高级。而在此进化过程中，其趋势性将减退、市场有效性将增加。

下图列出了采取一个相同的简单动量交易策略在 A 股和美股取得的回报，以从事实上论证以上的讨论。

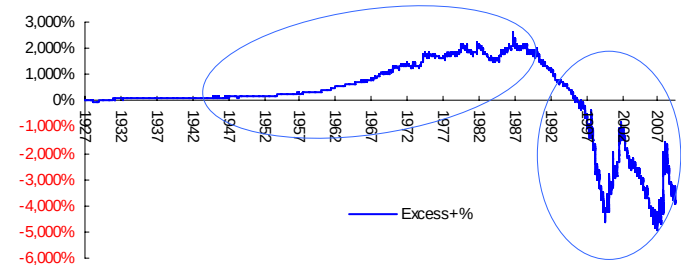
众所周知，动量策略有效的基础就是市场的趋势性。如下图所示，在美股，从 1927 年有数据可模拟到 1980 年，按动量交易取得了不错的理论超额回报。但在 1980 年之后，（极有可能）随着信息技术的推广、计算机的普及、量化投资的兴起，美国的投资社会发生了质的演化，其外在显现的趋势性随之减退，动量策略能取得的回报也一年不如一年。

图表 4：动量交易策略在美股理论回报和指数对比（1927 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 5：动量交易策略在美股理论超额回报（1927 - 2010）

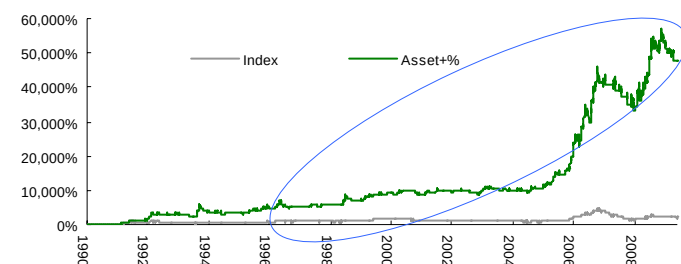


资料来源：信达证券，Bloomberg

而在当前的 A 股，如图所示，趋势性一如 1980 年以前美股般明显，动量策略能够取得的超额收益也一直较高。

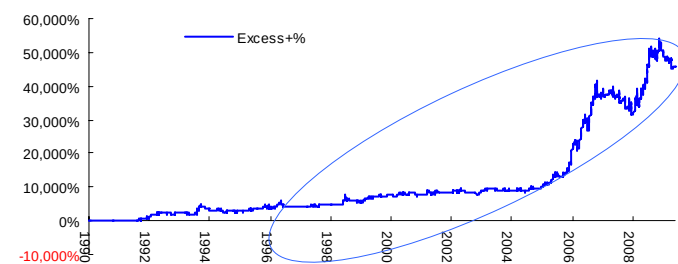
细心的读者可能会提出疑问，虽然都取得了稳定的正回报，但为何该策略在 A 股取得的回报仍要远高于美股 80 年代以前的回报？对此我们认为，主要的原因很可能是由于和西方数百年市场经济的历史相比，中国市场经济时间非常短暂。相形之下，美股投资社会的历史源远流长，其早期形态形成于 18、19 世纪。而在有数据记录的 20 世纪早期，从某些方面来说，美股的投资社会可能已经较 A 股当前的投资社会为成熟。如果前溯到 17 世纪的郁金香泡沫时代、18 世纪的南海泡沫时代，则当时欧洲的投资社会、也就是美国投资社会的前身，或许也曾十分初级。

图表 6：动量交易策略在 A 股理论回报和指数对比（1991 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 7：动量交易策略在 A 股理论超额回报（1991 - 2010）

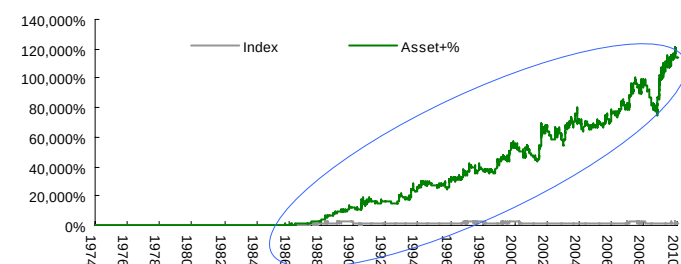


资料来源：信达证券，Bloomberg

同时，在另一个公认较为低级的投资社会、中国台湾股市，简单动量策略也取得了相当不错的回报。

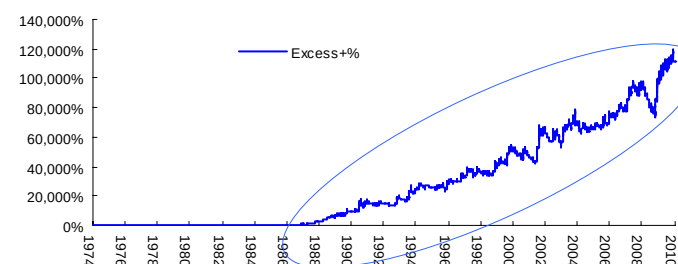
此外，我们还测试了一些其它市场，限于篇幅，在此不一一列出结果。总结的规律就是，在高级投资社会的趋势交易回报，低于在初级投资社会按同样策略取得的回报。而同时，趋势交易在高级投资社会早期，同样能取得和当前初级投资社会相仿的优秀回报。

图表 8：动量交易策略在台股理论回报和指数对比（1974 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 9：动量交易策略在台股理论超额回报（1974 - 2010）



资料来源：信达证券，Bloomberg

基于以上的理论假设和实际运算，我们得到以下两条结论，称之为**投资社会进化论**：

- 投资社会存在相对低级和高级之分。低级投资社会内在特征为结构较为简单，外在表现为趋势性较强；高级投资社会内在特征为结构较为复杂，外在表现为趋势性较弱。
- 低级投资社会和高级投资社会的主体并无属性上的区别，而高级投资社会是由

低级投资社会进化而来。同一历史时期不同的投资社会有高级和低级之分，但处于不同历史时期、但在相似发展状态下的相似级别的投资社会，其内在特征和外在表现有类似之处。

从投资社会进化论的角度来看，A股投资社会目前仍处于较低级水平，趋势性也较高级投资社会为强。从未来看，A股终有一天会进化到现在高级投资社会的水平，其趋势性也将逐步减弱。但是，在其进化到更高的形态之前，在商言商，采用趋势交易以期获利，不也是明智的选择吗？

2. 小盘股的风险和索罗斯的智慧

在之前发布的报告中，我们曾指出由于小盘股相对蓝筹股、乃至整个大盘严重高估，在中期将跑输蓝筹股，而蓝筹股在中期将有相对较强的表现。但是，一直以来，我们对风格转换究竟将在何时点发生，仍抱有疑虑（在我们的定义中，风格转换仅代表相对强弱的表现，而非绝对价格上的涨跌。此点和市场通俗定义略有区别，可参我们之前的月报分析）。因此，在3月3日发布的月报中，我们指出：

鉴于A股大小盘股估值差已达到全球不多、历史少见的地步，我们认为大小盘风格转换只剩下时间问题。就过去风格转换时间区域看，此次风格转换最快在1个月、最慢当在6个月之内发生。

但是，进入4月下旬以来，伴随着一系列政策的出台和指数的走软，我们明显感觉市场走入了空头区域。很不幸，市场走入我们之前预测的最悲观情况的概率在加大：小盘股大跌，大盘股小跌（抑或横盘、小涨，但很难大涨。各种可能性可参3月报《从全球视角看中期板块配置》）。

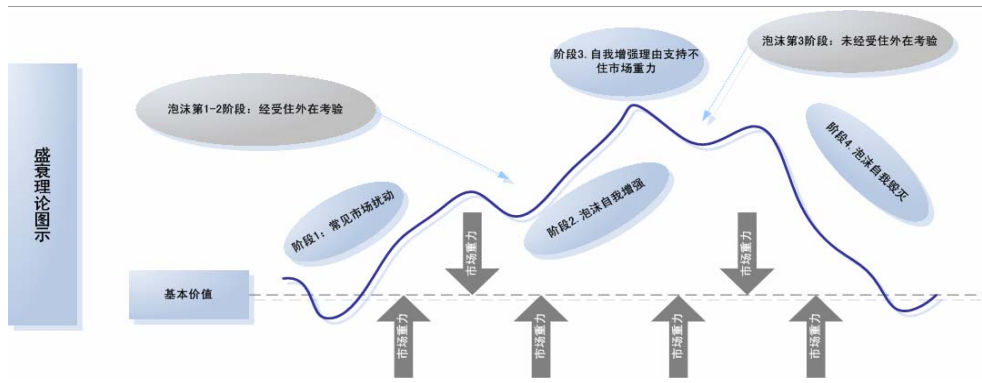
因此，在4月28日盘前发布的日报中我们指出：

如果市场继续保持低迷，则我们之前提到的已经高估的小盘股可能丧失其赚钱效应，从而导致泡沫的结束。在索罗斯的市场趋势理论（即盛衰理论）中，这称为趋势在延续过程中未能经受住负反馈的考验，从而可能导致趋势、特别是已经脱离基本面的趋势终结。而近期创业板的持续下挫也加重了我们的这种担忧。（笔者与索罗斯先生曾有一面之缘，对其理论也较为信奉。他的趋势理论在其著书《索罗斯：走在股市曲线前面的人》中有详细描述，有兴趣的读者可买来一翻。）

总体来说，索罗斯的盛衰理论（Boom Bust Process）的框架如下：“每个泡沫都有两个组成部分：现实中主导的潜在趋势，和对这个趋势的错误理解。当趋势与错误理解积极地彼此强化时，就引发了繁荣-衰退的过程。这一过程会在发展中受到负反馈的检验。如果趋势足够强大，能经得起检验，趋势和错误观念则会进一步相互强化。最终，市场预期变得与现实差的太远，致使人们被迫承认错误观念的存在。随之而来的是黄

昏，怀疑增长，更多的人失去信心，但是主导的趋势由于惰性仍在维持。像花旗集团前首脑查克·普林斯（Chuck Prince）说的：‘只要还有音乐，就要起来跳舞。我们还在继续跳。’最后终于到了趋势的逆转折点，然后它开始朝相反的方向自我强化。”（《The Soros Lectures 索罗斯的哲学》，George Soros, P22-23）

图表 10：盛衰理论图示



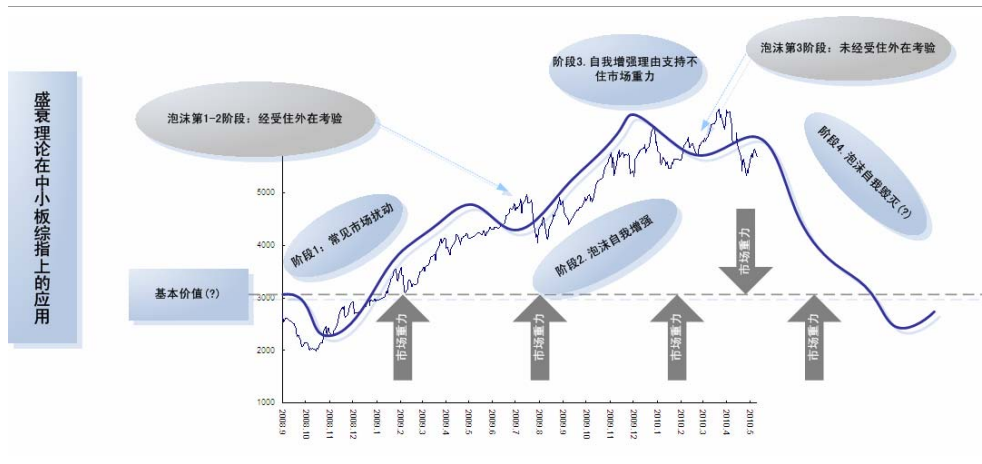
资料来源：信达证券，The New Paradigm for Financial Markets

我们认为，当前的小盘股相对大盘股相对大幅溢价的情况，正是索罗斯所描述的泡沫的一种。而始自4月下旬的这一轮下跌，很可能就是这个泡沫自这一轮诞生以来遭遇的最强一次负反馈。

将盛衰理论套用在当前的小盘股泡沫上，我们得出如下分析：在正常状态下（2000年 - 2008年），从总体上看，大盘、小盘股票并没有明显的分化表现（可参申万大小盘指数走势，见我们的5月报《房价跌物价涨，蓝筹行情等趋势》）。但在2009年，异常充裕的流动性给了小盘股超越表现的内在基础，而经济转型的口号则给了其“船小好调头”的美好外在预期。当这两种因素合并时，就产生了始自2008年底、2009年初的小盘股大泡沫（撇开绝对估值在此不讨论，至少是一个相对性的大泡沫）。

这个由相对股价差形成的泡沫在其崛起初期、即2009年7、8月曾遭到挑战，也就是索罗斯盛衰理论中的负反馈（理论基础请参《The Soros Lectures 索罗斯的哲学》）。但是小盘股泡沫的趋势足够强大，成功的战胜了这次负反馈，从而继续进入正反馈阶段。于是这场泡沫一直延续下去，直到最近。

图表 11：盛衰理论在中小板综指上的应用



资料来源：信达证券，The New Paradigm for Financial Markets，Wind

就目前的形式来看，我们认为小盘股泡沫目前遇到的挑战比去年 7、8 月份更为强大，理由主要有如下 4 点：

- 流动性开始收紧，泡沫内在动力下降。
- 业绩报告并没有出现如股价反映的大幅跃升，市场将逐步开始怀疑“船小好调头”理论的正确性。
- 长时间、大幅度的市场调整将降低小盘股的赚钱效应，导致资金离场。
- 经济大环境也开始支持负反馈。

在盛衰理论中，索罗斯还指出：“泡沫现象具有典型的形状不对称性。上涨拉的时间很长，起始较慢，逐渐加速，直到黄昏期拉平；下跌则很短很陡峭，因为它被强迫清算所强化的。幻灭引起恐慌，使之达到金融危机的巅峰。”（《The Soros Lectures 索罗斯的哲学》，George Soros，P23-24）

依据这个理论的分析框架看，则小盘股泡沫如果不能经受住这次负反馈，则其未来加速下跌的可能性相当大。

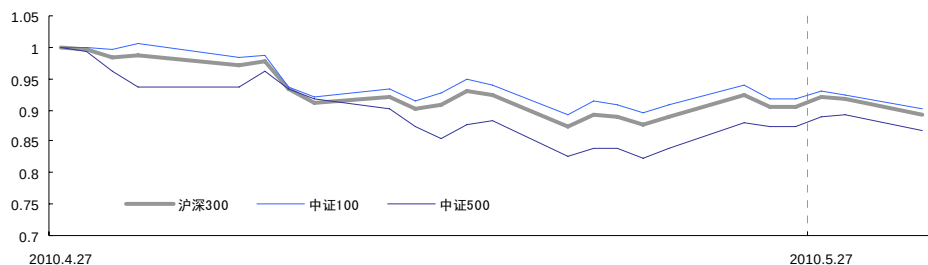
我们认为，这次小盘股泡沫能够经受住负反馈考验的可能性最多只剩 20% - 30%。而小盘股即使能继续带来正回报，很可能也是在蓝筹行情爆发的情况下搭上的顺风车，其对蓝筹股和指数的超额表现（即我们定义的泡沫）很可能终结。无论哪一种情况，小盘股从总体上看，都不应再是超配的对象。

从当前的行情看，时间似乎在逐步验证我们的忧虑。从 4 月 28 日盘前发布日报以来，中证 100 指数仅下跌了 10.8%，而中证 500 指数则下跌 13.4%。我们认为，这种差别在将来仍将延续。

展望未来，我们认为，如果市场继续保持一段时间的弱势，则维持小盘股泡沫的最重要动力之一、泡沫的赚钱效应将继续丧失，泡沫的兴盛周期或将终结，从而走入盛衰

周期中的衰败周期（关于赚钱效应和泡沫之间的分析，请参 5 月报《房价跌物价涨，蓝筹行情等趋势》）。因此，对于大部分股价已经严重脱离基本面的小盘股，我们建议尽量避免参与。

图表 12：4 月 27 日以来大小盘指数风格变化



资料来源：信达证券，Wind

3. 六月市场展望

让我们从理论推敲回到讨论当前的市场。

整个 5 月，市场延续了之前的下跌行情。全月上证综指跌 9.7%，其中表现较差的板块主要有券商、钢铁、交运、农林牧渔等，医药、黄金、电子元器件、食品饮料、家电、建筑建材、机械设备等板块则跑赢大市。

展望 6 月，我们认为，首先需要关注的两点因素，在于大小盘股的差异化表现，以及市场的趋势。

大小盘股方面，在当前小盘股严重高估、且开始进入下降通道的现状来说，未来超配小盘股无疑是一种风险大、收益小的策略。我们强烈建议回避大部分估值过高的的小盘股，而以蓝筹股为配置对象。在蓝筹股中，我们较为推荐的板块有：银行、材料、综合金融、能源、保险、交通等。

趋势方面，就 A 股投资社会现在仍处在初级阶段的事实来说，与其提前判断反弹趋势何时将会展开，不如等到反弹趋势真正确立时再行参与，来的更为靠谱。尽管从短期内的绝对收益上，这种操作方法不见得带来最大的回报，但从风险收益的角度考虑，试图买在最低点所需承担的风险，可能远超出因此带来的回报。

从刺激因素来看，影响 2010 年 6 月股市运行的因素很多，其中重要因素如下：

- 近期对房地产的调控政策还将持续，这对股市还有负面影响。物业税是否出台等不可控因素，可能持续对地产，以及和地产相关的行业如钢铁、有色、建材等带来压力。

- 5 月份 CPI、PPI 可能继续出现一定程度的增长, 银根依然有继续收紧的可能性, 从而利空股市的流动性预期。
- 近期股市的政策面保持平稳, 管理层并未如前般出手救市。结合之前深交所曾发布的对小盘股风险的提示, 则管理层未来是否会直接出手托市值得怀疑。不过, 如果打算单托蓝筹股, 则也不排除管理层采取增持银行等措施。
- 新股发行仍将给市场带来一定的供给压力, 而新基金发行遇冷则未带来太多增量资金。从这方面考虑, 则对市场利空多于利多。不过, 6 月份限售股解禁规模将明显减小, A 股市场大小非解禁的压力或将有所缓解。

综合以上几点考虑, 我们认为, 6 月份 A 股市场总体将呈现弱势箱体震荡格局, 上证综指运行区间将在 2400 点至 2800 点之间。

此外, 今年以来, 国家出台了一系列刺激经济增长的政策, 这些政策惠及的板块可能因此蕴含一些投资机会, 其中比较主要的有农业、新能源、软件开发、节能环保等板块。

4. 题外话：从 26 年通胀中看到的

再说一段题外话。最近在淘宝上买了上下册两本 1984 年版的老书, 谈妥的价格是 30 元。到手以后, 看到两本书保存相当好, 当年的标价则都是 1.95 元, 一共是 3.9 元。

研究员的天性, 大凡拿到手上的数字, 总爱算一算。3.9 元, 过了 26 年, 涨到了 30 元, 那么这中间的通胀是多少呢? 简单算了下, 26 年涨了 7.7 倍, 年均通胀是 8.2% (至于当时的定价和现在定价是不是同一市场氛围下的定价、书的品相让书贬值多少, 这里也就不再过细的讨论了, 图个方便)。

换个角度, 如果从原油看, 1984 年 USD/CNY 约为 2.8, 当时的原油价格常年稳定在 20 美元左右, 按该汇率算, 每百元人民币约可买 1.8 桶原油。26 年以后, 按现在 USD/CNY 为 6.82、原油 70 美元算 (假定 70 美元是个供需平衡点的价格, 还是图个方便), 则现在每百元人民币可买 0.21 桶原油。26 年的时间, 价格上涨了 8.5 倍, 变化和对书的购买力相差无几。

纵观历史, 中国的通胀数据统计起源于 90 年代。在 80 年代几度发生的、后来引发 90 年代初期经济增速大幅下滑的物价上涨, 其年率到底几何, 已经无从考证。从 1990 年的通胀数据算起, 则到 2009 年底, 物价仅为 1990 年初的 2.5 倍。但是, 如果假设 1984 年到 1989 年的年化通胀能达到 21%, 则当前的物价当为 1984 年的 7.9 倍, 和我们以上的推算相差不多。而如果这个年化通胀率只有 15%, 则由于低基数效应, 当前物价仅为 26 年前的 5.8 倍, 则在这种 15% 假设的情况下, 如果我们通过旧书和石油推算出来的通胀是准确的, 那么错误的就是 1990 年以后的通胀统计了。

1984 年到 1989 年的通胀年率到底有多少，已经无从考证。但是，对于投资者，更重要的一点是：同期资本市场怎样呢？

即使我们不信任统计局的数据、认为 1990 年以后的通胀统计有误，但从旧书和原油看，通胀在 26 年的时间内至多使物价攀升了 10 倍不到。而按当前上证的点位，比 1990 年已经是 26 倍。而这之间，投资者如果遵循一些科学的策略、如我们的简单趋势量化策略所代表的操盘手段，则取得的收益又何止 26 倍呢？（当前上证的点位大幅取决于银行股，而银行股的估值并非太离谱，也就是说 2000 - 3000 点对应的 20 - 30 倍资产增值，基本还是靠得住的。）

由此来看，如果从长期的角度考虑，则即使在以猴市著称的中国，股票在长期仍然战胜了通胀、这个投资者最大的敌人（巴菲特语）。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102